



2024 年度黑牡丹（集团）股份有限公司信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20241707M-01

声明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2024 年 6 月 21 至 2025 年 6 月 21 日。主体评级有效期内，中诚信国际将对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 21 日

评级对象

黑牡丹（集团）股份有限公司

主体评级结果

AA⁺/稳定

评级观点

中诚信国际认为常州市新北区的政治经济地位重要，经济财政实力持续增长，潜在的支持能力很强；黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹”或“公司”）系新北区城市基础设施建设及综合开发的主要承建单位之一，在区域中具有较高的职能重要性，与地方政府关联度高。中诚信国际预计，公司能够持续得到政府在项目回款和财政贴息等方面的有力支持；同时，需关注公司面临的资金平衡压力、商品房开发业务风险及债务负担较重等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，黑牡丹（集团）股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：区域经济实力显著增强；公司资本实力显著增强，资产质量显著提升或盈利能力大幅增长且具有可持续性。

可能触发评级下调因素：地方经济环境大幅恶化；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；核心子公司股权划出，财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性趋紧等。

正面

- **良好的区域经济环境。**常州市新北区拥有良好的产业基础和稳定的经济发展态势，为区内平台公司的发展提供了较好的外部条件。
- **公司地位重要，得到新北区政府的支持力度较大。**公司作为新北区城市基础设施建设及综合开发的重要承建单位之一，在回购资金安排和财政贴息等方面得到了新北区政府的大力支持。

关注

- **面临一定的资金平衡压力。**公司基础设施代建项目尚需一定的资金投入，且政府应收款较高，需关注其结算、回款情况及面临的资金平衡压力。
- **商品房开发业务风险。**公司商品房开发项目规模较大，业务发展受房地产调控政策以及市场景气度等因素影响较大，需关注项目去化、收益情况，以及面临的资金周转压力。
- **债务负担较重。**2023年以来，公司债务规模保持平稳，但仍保持较大规模的刚性债务，债务负担较重。

项目负责人：李婧喆 jzhli@ccxi.com.cn

项目组成员：桂鹏程 pchgui@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

| 黑牡丹（合并口径） | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.3/2024.1~3 |
|-------------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 资产总计（亿元） | 348.28 | 314.94 | 299.47 | 292.51 |
| 经调整的所有者权益合计（亿元） | 107.34 | 109.01 | 110.10 | 111.80 |
| 负债合计（亿元） | 240.93 | 205.93 | 189.36 | 180.71 |
| 总债务（亿元） | 106.42 | 115.08 | 115.72 | 114.44 |
| 营业总收入（亿元） | 98.16 | 115.45 | 73.45 | 4.61 |
| 经营性业务利润（亿元） | 15.46 | 13.42 | 9.92 | 0.95 |
| 净利润（亿元） | 8.53 | 8.46 | 4.30 | 0.53 |
| EBITDA（亿元） | 14.81 | 15.62 | 10.76 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | -18.19 | -13.08 | -11.23 | -8.72 |
| 总资本化比率（%） | 49.78 | 51.35 | 51.24 | 50.58 |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 3.37 | 3.21 | 2.31 | -- |

注：1、中诚信国际根据黑牡丹提供的其经公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表，其中，2021 年~2023 年财务数据分别采用了 2021 年~2023 年审计报告期末数；2、中诚信国际将其他流动负债中的带息债务调入短期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2023 年数据）

| 项目 | 黑牡丹 | 常熟城投 | 太仓城投 |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 最新主体信用等级 | AA ⁺ | AA ⁺ | AA ⁺ |
| 地区 | 江苏省-常州市-新北区 | 江苏省-苏州市-常熟市 | 江苏省-苏州市-太仓市 |
| GDP（亿元） | 2,118.65 | 2,773.97 | 1,653.57 |
| 一般公共预算收入（亿元） | 144.38 | 220.00 | 177.80 |
| 经调整的所有者权益合计（亿元） | 110.10 | 127.90 | 111.56 |
| 总资本化比率（%） | 51.24 | 50.72 | 46.00 |
| EBITDA 利息覆盖倍数（X） | 2.31 | 2.26 | 0.98 |

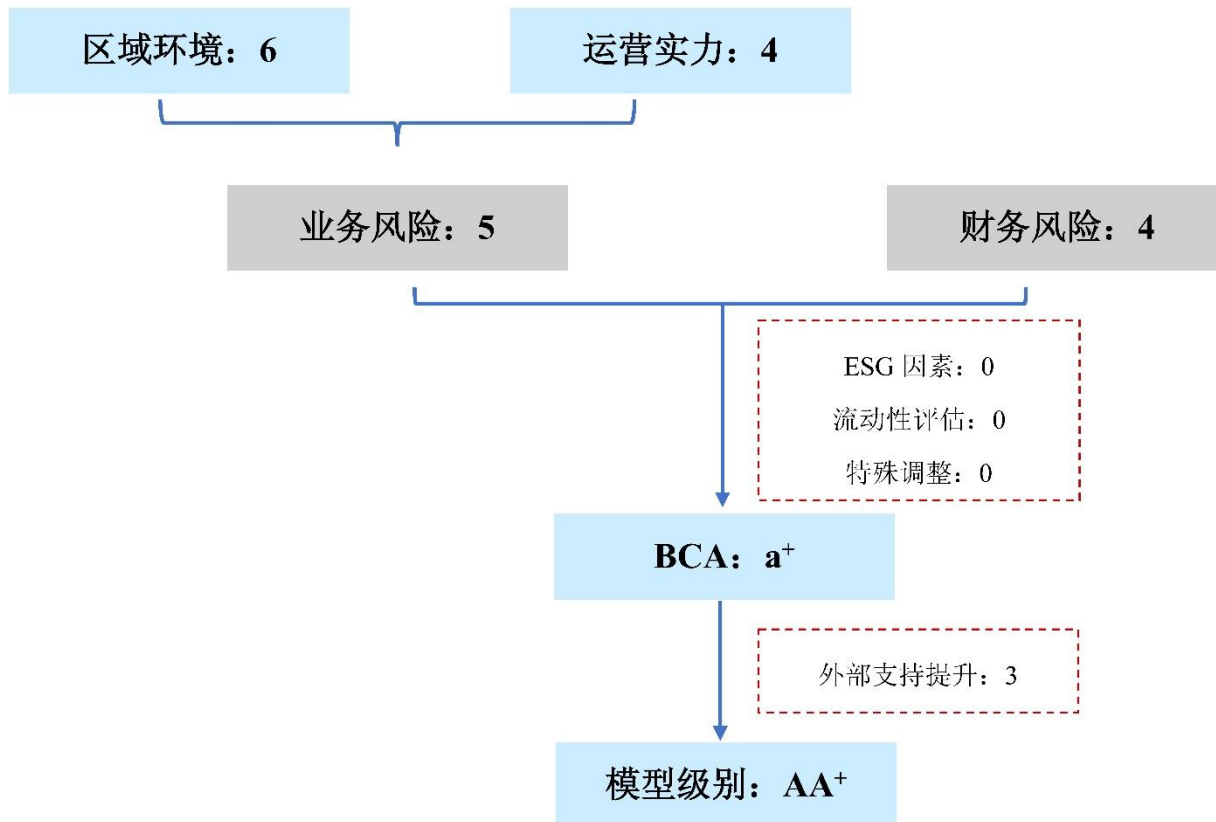
中诚信国际认为，新北区与常熟市、太仓市行政地位、经济财政实力相当；公司与可比公司的定位均为当地重要的基投主体之一，业务运营实力相当；公司权益规模和财务杠杆均处于比较组中等水平，且利息覆盖能力较强，与可比企业的整体财务融资能力接近。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有较强或强的支持意愿。

注：常熟城投系“常熟市城市经营投资有限公司”的简称；太仓城投系“太仓市城市建设投资集团有限公司”简称；可比公司为 2022 年数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

● 评级模型

黑牡丹(集团)股份有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注:

外部支持: 新北区政府具有很强的支持能力, 对公司有较强的支持意愿, 主要体现在新北区的区域地位, 以及较强劲的经济财政实力和增长能力; 公司作为新北区城市基础设施建设及综合开发的主要承建单位之一, 在回购资金安排和财政贴息方面得到当地政府的持续支持, 与地方政府关联度高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿, 外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

评级对象概况

黑牡丹（集团）股份有限公司（以下简称“黑牡丹”或“公司”）前身为常州第二色织厂，始建于 1940 年，后经定增、更名和 A 股上市等举措，截至 2024 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 104,478.84 万元，常高新集团有限公司（以下简称“常高新集团”）为公司控股股东，常州市新北区人民政府为公司实际控制人。公司作为新北区城市基础设施建设及综合开发的主要承建单位，承担全区范围内城镇化建设任务，包括土地前期开发、基础设施建设、安置房等业务；同时从事商品房开发、牛仔布和服装的生产及销售等业务。

表 1：截至 2023 年末公司主要的一级子公司情况（亿元、%）

| 公司全称 | 简称 | 持股比例 | 截至 2023 年末 | | | 2023 年 | |
|---------------|-------|--------|------------|-------|-------|--------|------|
| | | | 总资产 | 净资产 | 资产负债率 | 营业总收入 | 净利润 |
| 常州黑牡丹置业有限公司 | 黑牡丹置业 | 100.00 | 120.60 | 44.72 | 62.92 | 30.20 | 2.05 |
| 常州黑牡丹建设投资有限公司 | 黑牡丹建设 | 100.00 | 56.67 | 16.29 | 71.26 | 6.63 | 1.38 |
| 常州黑牡丹纺织有限公司 | 黑牡丹纺织 | 100.00 | 8.24 | 2.23 | 72.93 | -- | 0.04 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济和行业政策

2024 年一季度中国经济增长好于预期，GDP 同比增长 5.3%，环比增长 1.6%，皆较上年四季度有所加快。从生产角度看，第二产业特别是制造业对经济增长的贡献率较上年显著提升，第三产业的贡献率边际回落。从支出角度看，最终消费对经济增长的贡献率为 73.7%，但较上年四季度有所下行，货物和服务净出口的贡献率由负转正，资本形成的贡献率保持稳定。

中诚信国际认为，当前经济增长好于预期主要来自于工业生产的加快，其背后是出口回升以及设备更新政策效应显现之下制造业投资显著加快，特别是装备制造与高技术制造主要行业的投资增速普遍超过 10%，民间投资增长也略有改善。但与此同时，经济保持较高增长的可持续性依然不够牢固。从外部环境看，美欧对于中国出口“新三样”发起贸易挑战，装备制造出口面临不确定性；从增长动能看，消费特别是服务消费恢复性增长的势头有所放缓，房地产开发投资依然在大幅下滑，新旧动能转换仍需时间；从微观预期看，GDP 平减指数延续为负，微观感受与宏观数据之间的偏差仍存；从债务压力看，在名义增长较低的背景下宏观杠杆率或将进一步上行，加剧了经济金融的脆弱性，制约了稳增长政策的发力空间。

中诚信国际认为，中国宏观政策将持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。财政政策继续“加力提效”，坚持用好政策空间，优化政策工具组合，其中新增专项债的加快发行以及超长期特别国债的落地，将持续支撑二至四季度的基建投资，结构性减税降费将重点支持新质生产力持续蓄能。货币政策保持宽松并更加注重“精准有效”，在保持流动性合理充裕的同时兼顾价格水平预期目标的实现，并引导社会综合融资成本稳中有降。此外，大规模设备更新和消费品以旧换新政策或将持续推动生产与消费形成良性循环。

综合以上因素，中诚信国际维持对于 2024 年中国经济同比增长 5%左右的预期。从中长期来看，新质生产力有助于推动新旧动能平稳转换与经济高质量发展，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

基础设施投融资（以下简称“基投”）行业政策松紧周期随着经济环境的变化而有所调整，2023 年在“一揽子化债政策”的指引下，以地方政府发行特殊再融资置换债和银行参与经营性债务置换为抓手，多部门联动加大存量债务化解力度。2024 年一季度，基投行业政策延续“控增化存”的主基调，2024 年全国政府工作报告提出要“统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实‘一揽子化债’方案”，化债政策要求得到进一步的落实，统筹兼顾债务风险化解和基投行业转型与高质量发展实现稳步推进。

在本轮政策影响下，基投企业融资成本延续下行趋势，弱区域、弱资质基投企业的流动性压力有所缓释，但受新增融资渠道全面收紧的影响，相关主体利息支出压力仍较大。目前各地化债进度及成效出现一定的分化，加之地方财政收支平衡压力仍较大，弱区域弱资质的基投企业短期内能获得的支持力度有限，非标融资纠纷和负面舆情频现，仍面临较大的非标融资滚续压力，且高成本的境外融资偿债付息压力亦不容忽视。

2024 年二季度基投行业政策主基调预计将延续且细节将进一步落实，未来地方债务管理措施将更加全面化和系统化。政策将加速驱动基投企业转型，对转型企业自身实力提出更高的要求，转型中的政企关系演化亦有必要动态审视；在政策影响下，基投企业发展或将因资源禀赋和政策差异而加速分化，资源优势突出区域和政策支持领域的基投企业具备更好的转型发展优势，而弱区域短期化债政策的“利好”与长期基本面的“羸弱”之间的冲突仍较为突出，或将面临转型发展资源优势不足和存量债务风险防范化解的双重难题，其信用风险缓释较大程度上依赖于当前化债政策的后续执行力度和持续时间。

区域环境

常州国家高新区（新北区）是 1992 年 11 月经国务院批准成立的首批国家级高新区之一，2002 年 4 月，在高新区基础上设立了常州市新北区，实行“两块牌子、一套班子”的管理体制。截至 2023 年末，常州国家高新区（新北区）下辖 5 镇 5 街道，一个省级经济开发区，一个综合保税区，面积 508.91 平方公里，常住人口 90.29 万人。交通禀赋方面，新北区公路运输发达，高速公路网络纵横交错，此外，还拥有 4E 级军民合用运输机场——常州奔牛国际机场、国家一类开放口岸——常州港、省内最大内河港——奔牛港。建区 30 多年来，新北区初步形成了智慧能源、新材料，新能源汽车及汽车核心零部件、新一代信息技术、新医药及医疗器械，高端智能装备制造“两特三新一智能”产业，2023 年，上述主导产业占规上工业产值比重达 80.4%，同比提升 3.4 个百分点；当年规上工业总产值 3756.0 亿元，同比增长 7.5%；2023 年，新北区实现地区生产总值 2,118.65 亿元，按不变价格计算增长 8.1%；一般公共预算收入 144.38 亿元，同比增长 9.0%。

¹ “两特三新”指代光伏智慧能源、碳纤维及复合材料两大特色产业，新能源汽车及汽车核心零部件、新医药及医疗器械和新一代信息技术三大新兴产业。

表 2：2023 年常州市下属区县经济财政概况

| 地区 | GDP | | 人均 GDP | | 一般公共预算收入 | |
|------------|-----------------|----------|--------------|----------|---------------|----------|
| | 金额（亿元） | 排名 | 金额（万元） | 排名 | 金额（亿元） | 排名 |
| 常州市 | 10,116.36 | -- | 18.82 | -- | 680.3 | -- |
| 武进区 | 3,222.84 | 1 | 18.71 | 4 | 216.31 | 1 |
| 新北区 | 2,118.65 | 2 | 23.46 | 1 | 144.38 | 2 |
| 溧阳市 | 1,557.22 | 3 | 19.31 | 3 | 105.03 | 3 |
| 金坛区 | 1,302.92 | 4 | 21.91 | 2 | 57.66 | 5 |
| 天宁区 | 972.40 | 5 | 14.37 | 5 | 49.98 | 6 |
| 钟楼区 | 942.32 | 6 | 13.91 | 6 | 50.80 | 4 |

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

良好的产业基础和稳定的经济发展为新北区财政实力形成了有力的支撑，且全区财政质量表现较好，税收收入占比和财政自给率仍保持较高水平；以国有土地使用权出让收入为主要构成的政府性基金收入系区域政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大而具有一定不确定性。再融资环境方面，2023 年新北区的显性政府债务率为 53.22%，未超过国际 100%警戒线，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，同时含有少量非标，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境尚可。

表 3：近年来新北区地方经济财政实力

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| GDP（亿元） | 1,631.43 | 1,876.09 | 1,990.58 | 2,118.65 |
| GDP 增速（%） | 5.1 | 10.0 | 4.0 | 8.1 |
| 人均 GDP（万元） | 18.47 | 20.50 | 22.20 | 23.46 |
| 固定资产投资增速（%） | -7.2 | 5.7 | 1.1 | -9.8 |
| 一般公共预算收入（亿元） | 132.80 | 141.59 | 132.50 | 144.38 |
| 政府性基金收入（亿元） | 140.90 | 171.92 | 167.80 | 147.50 |
| 税收收入占比（%） | 85.56 | 83.56 | 83.77 | 91.61 |
| 公共财政平衡率（%） | 162.77 | 148.35 | 118.30 | 140.88 |

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，黑牡丹的业务状况较好，作为新北区城市基础设施建设及综合开发的主要承建单位，公司承担全区范围内城镇化建设任务，包括土地前期开发、基础设施建设、安置房等业务，具备一定的业务竞争力，但随着项目承接量下降，其业务稳定性和可持续性减弱；同时公司还开展商品房开发和纺织服装等市场化业务，多元化经营为公司发展奠定良好的基础。

值得注意的是，公司房地产业务受房地产调控政策以及市场景气度等因素影响较大，项目的去化及收益情况值得关注，且鉴于在建房地产项目尚需投资规模较大，公司亦面临一定的资金周转压力。

表 4：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

| | 2021 年 | | | 2022 年 | | | 2023 年 | | | 2024 年 1~3 月 | | |
|--------|--------|-------|-------|--------|------|-------|--------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 纺织服装业务 | 12.01 | 12.23 | 11.28 | 7.47 | 6.47 | 13.48 | 7.69 | 10.47 | 17.89 | 1.58 | 34.40 | 16.89 |

| | | | | | | | | | | | | |
|------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|-------------|---------------|--------------|
| 工程施工 | 7.89 | 8.04 | 26.06 | 7.65 | 6.63 | 22.48 | 10.85 | 14.77 | 18.70 | 1.11 | 24.04 | 8.64 |
| 安置房建设 | 1.71 | 1.75 | 17.23 | 21.96 | 19.02 | 4.44 | 29.39 | 40.02 | 9.40 | - | - | - |
| 北部新城土地开发收益 | 0.68 | 0.69 | 100.00 | 0.24 | 0.21 | 100.00 | 0.57 | 0.78 | 100.00 | 0.10 | 2.20 | 100.00 |
| 万顷良田工程项目收益 | 0.02 | 0.02 | 100.00 | 0.15 | 0.13 | 100.00 | 0.10 | 0.13 | 100.00 | -- | - | - |
| 商品房销售 | 60.69 | 61.83 | 26.99 | 61.66 | 53.40 | 24.08 | 23.02 | 31.34 | 30.67 | 1.51 | 32.72 | 25.86 |
| 其他房产销售 | - | - | - | 7.43 | 6.43 | 12.79 | 0.66 | 0.90 | 23.97 | - | - | - |
| 新基建 | 13.84 | 14.11 | 23.76 | 7.26 | 6.29 | 22.63 | - | - | - | - | - | - |
| 其他 | 1.32 | 1.34 | 21.02 | 1.63 | 1.41 | 22.38 | 1.17 | 1.59 | 43.75 | 0.31 | 6.64 | 37.07 |
| 合计 | 98.16 | 100.00 | 24.80 | 115.45 | 100.00 | 18.97 | 73.45 | 100.00 | 19.83 | 4.61 | 100.00 | 39.93 |

注：1、公司 2022 年 11 月将持有的深圳市艾特网能技术有限公司（以下简称“艾特网能”）5%股权以 10.275 亿元的交易对价协议转让给常州高新云数投资有限公司，艾特网能不再纳入公司合并报表范围，2023 年起公司不再体现新基建业务收入；2、其他房地产销售收入系两馆两中心项目收储结转收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

新型城镇化建设板块

公司作为新北区城市基础设施建设及综合开发的主要承建单位，具备业务竞争力，2023 年收入实现大幅增长；近年来，该板块回款情况较好，并且在建项目仍有一定的投资需求。未来，公司将重点以工程总承包模式积极拓展市场化市政建设业务。

公司作为新北区城市基础设施建设及综合开发的主要承建单位，主要负责新北区城市道路、桥梁、综合管廊、专业管道、城市公用建筑以及公园、广场、绿地、河道等公共基础设施的建设开发，房建施工以及部分基础设施的运营维护管理。运营主体主要包括子公司常州黑牡丹建设投资有限公司（以下简称“黑牡丹建设”）、常州达辉建设有限公司（以下简称“达辉建设”）和江苏八达路桥有限公司（以下简称“八达路桥”），业务模式分为委托代建、PPP 项目建设及工程总承包施工等三种。此外，公司还承担了新北区万顷良田工程建设项目（以下简称“万顷良田项目”）和常州市新北区北部新城高铁片区的土地前期开发项目（以下简称“北部新城项目”）。

分业务模式来看：委托建设模式下，子公司黑牡丹建设受新北区政府委托进行项目建设，资金由黑牡丹建设负责筹措，项目投入计入基础设施建设成本，完工后由新北区政府或其下设机构回购。项目建成经三方验收合格后，由新北区财政局委托的专业机构对工程造价进行审定，黑牡丹建设根据之前签署的项目建设协议书与新北区政府或其下设机构结算工程款，项目移交给新北区政府或下设机构。PPP 项目建设模式下，公司作为社会资本方与新北区政府签订 PPP 项目协议，PPP 项目资金由公司作为唯一社会资本方全额投入，PPP 项目内部收益率为 10%，通过可用性服务费以及运营绩效服务费等实现收益，公司在项目竣工验收后 7-15 年内等额确认收入，项目完工后由新北区政府或其下设机构回购。工程总承包模式下，公司通过市场化招投标的方式获得市政工程施工和建筑工程施工项目，其中达辉建设拥有建筑工程施工总承包壹级资质，八达路桥拥有市政公用工程施工总承包壹级资质，黑牡丹置业拥有房地产开发企业壹级资质，三大资质齐全的优势使得公司城建产业链一体化竞争能力持续提升，产业链协同能力进一步加强。

从业务开展情况来看，2023年，公司工程施工收入同比增长41.74%，系公司市场化的工程总承包模式下工程量增加所致。其中，委托代建模式方面，截至2024年3月末，公司已完工项目预计结算总金额42.79亿元，已回款金额为20.63亿元，后续可根据政府结算安排有序进行回款；公司在建项目有省重大项目配套道路-东海路和黄海路，未来尚需一定的投资金额。

PPP项目建设方面，公司前期共签署4个PPP项目协议，总金额约42亿元。截至2024年3月末，新北区两馆两中心PPP项目已由常州市新北土地储备中心收储完成，收储资金已全部收回；PPP一期项目中的春江路、瀛平路、中央艺术公园一期等21个子项目已完工，目前进入运维阶段，运维期7年；PPP二期项目中的乐山路、富腾路等13个子项目已完工，目前进入运维阶段，运维期10年，其余项目均在稳步推进中；根据2023年3月公司与常州国家高新区（新北区）住建局签订的补充协议，PPP三期紫金山路工程的原特许经营协议提前终止，紫金山路工程将在竣工验收后直接移交给指定方。综合来看，公司存量PPP项目均在稳步推进中，近一年一期合计确认收入4.88亿元，剩余投资压力亦较小。

工程总承包模式方面，2023年，公司所承接的项目数量和确认的工程施工收入都实现较大突破。其中，子公司达辉建设成功中标常州市新北区罗溪镇通达路以东、十里横河以南地块开发项目设计、采购、施工工程总承包（EPC一体化），全力推进黑牡丹常州数字经济产业园建筑工程，盐城大丰区人才公寓EPC项目已全部封顶，年内完成主体验收。子公司八达路桥积极参与市场投标，共中标常州武高新工业污水处理（一期）项目生态安全缓冲区工程、横塘河东路（太湖东路-北塘河路）建设工程市政施工总承包等7个项目；此外，市政和房建代建项目方面，公司完成了常州市足球训练基地项目签约以及新北区人民法院、公共卫生中心、消防救援中心、西夏墅专职消防救援队等代建项目签约，目前各项目均按计划实施建设或建设前期工作推进中。

其他业务方面，自2010年起，公司紧紧围绕北部新城和万顷良田两个项目开展拆迁、安置、土地整理及配套基础设施建设。2023年，北部新城项目土地前期开发工作有序推进，全年协议拆迁15户，面积2,514.57平方米，补偿金额520.65万元。截至2024年3月末，北部新城项目整体已完成投资70.11亿元，并收到回购款53.10亿元，根据回购协议和工程进度，2024~2026年北部新城一级开发项目政府分别计划回购4.06亿元、2.50亿元和2.46亿元。万顷良田项目基础设施建设项目全面完成，安置工作也基本完成，截至2024年3月末，万顷良田项目已投资24.59亿元²，公司已收到回购款20.97亿元；根据回购协议和工程进度，万顷良田项目预计2024~2026年将分别回购0.50亿元、0.50亿元和0.20亿元。整体来看，两个项目的投资和回款均在平稳推进中。

整体来看，公司作为新北区城市基础设施建设及综合开发的主要承建单位，具备业务竞争力，早期通过委托代建、PPP建设模式的完工项目以及土地整理项目投资回报周期长，目前每年结算和回款情况较好，并且在建项目仍有一定的投资需求。未来，公司将以工程总承包模式积极开拓市场化的市政建设业务，同时考虑到前述完工项目逐步回购完毕，预计该板块的收入结构或将发生改变。

² 实际投资金额超过了可研报告的预计总投资额，主要系开发范围内的工作量和拆迁成本增加所致。

表 5：截至 2024 年 3 月末公司在建工程项目情况（亿元）

| 项目名称 | 业务模式 | 建设周期 | 总投资 | 已投资 | 已确认收入 | 投资计划 | |
|---------------|----------|-----------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| | | | | | | 2024 | 2025 |
| PPP 一期 | | 2016.07-2019.06 | 15.57 | 11.22 | 7.68 | 0.38 | 0.10 |
| PPP 二期 | PPP 项目建设 | 2017.01-2019.12 | 18.11 | 14.70 | 7.65 | 0.14 | 0.00 |
| PPP 三期 | | 2017.06-2019.06 | 5.93 | 4.15 | 2.07 | 0.63 | 0.00 |
| 省重大项目配套道路-东海路 | 委托代建 | 2022.11-2024.06 | 1.32 | 0.01 | 0.00 | 0.78 | 0.46 |
| 省重大项目配套道路-黄海路 | | 2022.11-2024.06 | 2.40 | 0.37 | 0.00 | 1.07 | 0.84 |
| 合计 | -- | -- | 43.33 | 30.45 | 17.40 | 3.00 | 1.40 |

注：1、表中完工时间可能与实际完工时间不符；2、上表中合计数因四舍五入或存在误差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

安置房建设板块

2023 年，公司安置房业务收入及盈利水平有所增长，但已完工项目回款情况欠佳且暂无在建、拟建项目，需关注该业务未来的稳定性和可持续性。

公司的安置房建设业务展业区域位于新北区内，主要由子公司黑牡丹置业负责运营，黑牡丹置业拥有房地产开发一级资质，采用定向销售模式，公司通过招拍挂形式取得土地开发建设权，同时与政府签订相关地块的《地块投资及回购协议》，政府给出定向销售房屋的限价，项目竣工后由政府或政府指定单位回购。

从业务开展情况来看，2023 年受益于新景花苑五期竣工交付，安置房建设收入同比大幅增加，毛利率水平也有所提升；但截至 2024 年 3 月末，公司主要应收江苏常州滨江经济开发区管理委员会和常州市新桥街道办事处回购款项分别为 30.84 亿元和 18.17 亿元，需关注后续资金回笼情况。同期末，公司暂无在建和拟建安置房项目，业务稳定性不足。

表 6：截至 2024 年 3 月末公司主要已完工待回购安置房项目情况（万平方米、亿元）

| 项目名称 | 建设周期 | 建筑面积 | 总投资 | 计划回购金额 | 已确认收入 |
|-----------|-----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 百馨西苑四期 | 2014.02-2017.06 | 45.33 | 14.83 | 15.06 | 12.65 |
| 新景花苑四期 | 2015.03-2018.03 | 10.27 | 3.92 | 3.52 | 3.10 |
| 香山福园 | 2016.12-2018.12 | 9.09 | 3.63 | 3.61 | 2.98 |
| 百馨西苑五期 | 2020.05-2022.09 | 65.15 | 39.00 | 32.17 | 30.41 |
| 新景花苑五期 | 2021.01-2023.06 | 35.76 | 20.44 | 21.07 | 19.33 |
| 合计 | -- | 165.60 | 81.82 | 75.43 | 68.47 |

注：1、总投资系项目立项时金额，略高于实际投资金额；2、计划回购金额则是按实际投资测算；3、已确认收入为不含税收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产开发板块

2023 年，公司房地产开发项目销售和收入确认情况欠佳，但公司尚有一定规模的土地储备，可为后续业务的开展提供保障；同时，公司在建房地产项目投资规模较大，且开发资金主要来源于自有资金和外部融资，面临较大的资金压力；此外，房地产开发业务易受宏观经济环境及行业环境变化的影响，需持续关注公司后续经营情况。

公司房地产开发业务主要由黑牡丹置业及其下属子公司负责，项目开发以自主开发和合作开发结合的模式开展，主要区域集中于以常州为主的江浙一带。同时，公司还开展园区开发业务，主要由子公司常州黑牡丹科技园有限公司负责；园区开发业务以检验检测认证为方向打造定位精准的专业性园区，目前已开展了黑牡丹常州科技园一期和二期的建设运营，主要建设工业厂房，用于出租出售；此外，公司正在推进黑牡丹常州数字经济产业园的建设工作。

从业务开展情况来看，2023年，受房地产市场行情和项目交付进度的影响，公司的销售进展和收入确认情况同比下降。具体来看，全年公司实现商品房销售面积为21.78万平方米，确认销售收入为23.02亿元，同比呈现下滑趋势，但毛利率水平有一定提升；此外，2023年，公司实现商品房签约销售面积11.19万平方米，签约销售金额9.60亿元，同比亦有一定下降。已完工项目方面，2023年，公司新增招商公园学府、绿都万和城06地块、黑牡丹科技园二期等完工项目，除了招商公园学府销售进度为60%左右外，其他项目去化达80%以上；2023年，公司新开工牡丹都汇项目，该项目位于常州市新北区薛家镇，建筑面积为16.88万平方米，项目规划为商用及住宅，已于2023年5月开始建设，并于10月开盘，目前项目建设有序推进，预计可于2026年11月实现完工交付。截至2023年末，公司未开工的权益土地面积16.88万平方米，房地产开发业务土地储备规模尚可，可为后续业务的开展提供保障。

此外，园区开发项目方面，2023年，科技园一期房屋对外出租面积为1.64万平方米，当期实现租金收入477.90万元，截至2023年末，项目招商完成率52.06%，已招引企业15家；同期末，科技园二期项目已全部完成竣工验收并交付业主；此外，科技园持有待开发土地面积为10.45万平方米，公司将择机进行开发及运营。截至2023年末，常州数字经济产业园1幢、2幢、4幢、6幢厂房均已完成竣工备案，4幢厂房已整栋签约出租，6幢厂房部分签约出租，其他楼栋意向企业洽谈推进中；项目三期工程施工正按计划逐步推进中。

整体来看，2023年公司商品房项目销售和收入确认情况欠佳，但公司尚有一定规模的土地储备，可为后续业务的开展提供保障；此外，在建地产项目投资规模较大，且开发资金主要来源于自有资金和外部融资，公司面临较大的资金压力。考虑到房地产开发易受宏观经济环境及行业环境变化的影响，需持续关注后续项目的开发、去化进度和盈利情况。

表 7：截至 2024 年 3 月末在建房地产项目情况（万平方米、亿元）

| 项目名称 | 建筑面积 | 建设周期 | 可售面积 | 已售面积 | 累计签约金额 | 总投资 | 已投资 | 未来预计投资 | | |
|-----------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | | | | | | | | 2024 | 2025 | 2026 |
| 绿都 07 地块 | 15.51 | 2021.03-2025.06 | -- | -- | -- | 10.07 | 3.67 | 1.04 | 2.05 | - |
| 绿都 09 地块 | 41.90 | 2021.03-2024.12 | 13.83 | 3.81 | 7.07 | 21.07 | 10.76 | 2.14 | 3.46 | - |
| 科技园一期 | 31.16 | 2013.05-2027.03 | 16.26 | 12.08 | 7.30 | 12.23 | 5.95 | 0.91 | 0.51 | - |
| 常州数字经济产业园 | 10.50 | 2022.04-2024.09 | -- | -- | -- | 4.5 | 1.57 | 0.56 | 0.46 | - |
| 牡丹都汇 | 16.88 | 2023.05-2026.11 | 3.80 | 0.32 | 0.46 | 18.31 | 10.09 | 2.22 | 2.70 | 2.21 |
| 公园学府 | 25.51 | 2020.10-2024.06 | 22.56 | 13.34 | 24.11 | 35.08 | 29.90 | 1.15 | 0.81 | 0.59 |
| 牡丹大观和苑 | 14.82 | 2022.05-2025.06 | 1.69 | 0.09 | 0.26 | 38.00 | 25.91 | 2.55 | 2.38 | - |
| 合计 | 156.28 | -- | 58.14 | 29.64 | 39.20 | 139.26 | 87.85 | 10.57 | 12.37 | 2.80 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

纺织服装板块

2023 年，公司纺织服装板块经营状况企稳，但该业务易受市场行情及外部经营环境影响，需持续关注公司未来经营情况。

报告期间，公司纺织服装业务包括牛仔布和服装的生产销售，其中牛仔布的生产销售由常州黑牡丹纺织有限公司负责，服装生产除公司自有产线外还通过外协加工完成订单，服装销售主要由常州荣元服饰有限公司和黑牡丹集团进出口有限公司（以下简称“黑牡丹进出口”）负责。纺织品贸易业务由黑牡丹进出口及黑牡丹（香港）有限公司负责，纺织品贸易以内销业务为主，近年来公司逐步缩减纺织品贸易业务规模，自 2022 年起不再开展纺织品贸易业务。

从业务开展情况来看，近年来，受国际供应链体系重塑及国内经济下行压力持续影响，纺织服装业务收入存在一定波动，其中，2023 年，公司实现收入 7.69 亿元，同比略有增长，同时得益于成本端的有效管控，毛利率同比上升 4.41 个百分点，盈利有所回暖。具体而言，公司纺织服装业务重心仍为面料生产，面料销售客户包括 AEO、GAP 等服装品牌，国内市场以珠三角、长三角地区和河南省为主，外销则出口至东南亚、欧洲及北美地区。近年来，公司综合市场情况、竞争优势及战略规划等多方面考量，面料生产业务以牛仔布为主。2024 年，我国纺织行业发展面临的不确定因素依然较多，全球经济贸易活动及金融系统稳定性面临挑战，国际市场需求改善压力依然较大；国内纺织服装行业也面临着包括劳动力成本不断上涨、工业用地成本攀升、存量设备升级困难、原料市场扰动、环保政策趋严等诸多限制因素等问题，需关注未来公司的经营情况。

表 8：公司纺织服装产品产销及纺织品贸易情况（万米、万件、亿元）

| | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.1~3 |
|-------|----|----------|----------|----------|----------|
| 牛仔布 | 产量 | 4,555.95 | 2,784.09 | 3,371.69 | 728.24 |
| | 销量 | 4,414.04 | 3,088.55 | 3,423.95 | 707.06 |
| | 收入 | 8.30 | 6.11 | 6.64 | 1.35 |
| 服装 | 产量 | 282.83 | 193.82 | 185.40 | 30.25 |
| | 销量 | 298.24 | 197.70 | 174.00 | 28.59 |
| | 收入 | 1.51 | 1.36 | 1.05 | 0.24 |
| 纺织品贸易 | 收入 | 2.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

资料来源：公司提供，中诚信国际提供

财务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，受益于利润的留存，公司资本实力小幅增长，但房地产项目结转存货使得资产规模有所下降；公司债务规模保持平稳，短债占比持续优化，但财务杠杆偏高，资本结构有待进一步优化；公司 EBITDA 可对利息支出形成覆盖，但比例呈下降趋势，且经营获现能力较弱，偿债指标有待改善。

资本实力与结构

公司区域国企地位突出，2023 年，受益于利润留存，公司资本实力小幅增长，但房地产项目结转存货使得资产规模有所下降；公司资产具有一定的收益性，但流动性不足，且财务杠杆偏高，资本结构有待进一步优化。

作为新北区重要的城市基础设施建设及综合开发主体，公司地位重要。2023 年，受房地产市场行

情的影响，公司投资节奏趋缓，叠加房地产项目交付结转存货，当年末公司资产规模同比小幅下降 4.91%。

公司目前形成了新型城镇化建设及纺织服装两大板块，资产主要由上述业务形成的存货、应收类款项和其他非流动资产等构成，截至 2024 年 3 月末，公司流动资产占总资产比重为 79.97%，短期内上述业务布局不会出现显著变化，预计其资产结构将保持相对稳定。流动资产方面，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，截至 2024 年 3 月末，受限货币资金规模占比为 22.01%，账面资金流动性尚可。公司应收账款主要为应收政府城镇化建设业务的回购款，2023 年，随着新景花苑五期的竣工交付，公司对常州市新桥街道办事处的应收款项增至 18.17 亿元，当期末公司应收账款同比增长 34.90%，对资金造成较大占用，但由于政府性投资项目形成的应收款项纳入了财政预算，未来资金回笼有一定保障。其他应收款主要系为提高资金使用效率，公司控股的房地产子公司将沉淀资金对股东按照持股比例有偿借款，同时公司按持股比例向参股的房地产公司提供股东借款，以及因根据政策要求，商品房项目部分预售回款受到政府部门监管形成的应收款，此外，2023 年公司收回高新云投的股权受让款 5.34 亿元及艾特网能的往来款 8.00 亿元的应收款项，使得当期末其他应收款同比减少 51.15%。公司存货主要由因房产项目投入形成的开发成本、合同履约成本和开发产品构成，2023 年末公司存货较上年末减少 18.91%，主要系安置房和商品房竣工交付，开发成本减少所致。公司其他权益工具投资主要系预计长期持有的上市公司江苏银行的股票，2023 年计入其他综合收益的损失为 0.86 亿元；公司固定资产主要为房屋建筑物和通用设备；公司其他非流动资产为北部新城高铁片区土地前期开发项目和万顷良田委托项目账龄一年以上的支出款项，2023 年末同比增长 10.65%，主要系北部新城和万顷良田项目账龄一年以上的支出款项变动所致。总体来看，公司资产具有一定的收益性，但流动性不足，整体资产质量较低。

表 9：截至 2024 年 3 月末公司应收账款情况（亿元、%）

| 单位名称 | 款项性质 | 金额 | 占比 |
|------------------|----------------|-------|-------|
| 江苏常州滨江经济开发区管理委员会 | 安置房款 | 30.84 | 35.69 |
| 常州市新桥街道办事处 | 安置房款 | 18.40 | 21.29 |
| 常州市新北区城市管理与建设局 | 道路、PPP 项目和安置房款 | 15.16 | 17.54 |
| 常州新港经济发展有限公司 | 安置房款 | 3.37 | 3.90 |
| 常州市新北区西夏墅镇人民政府 | 安置房款 | 3.30 | 3.82 |
| 合计 | -- | 71.07 | 82.24 |

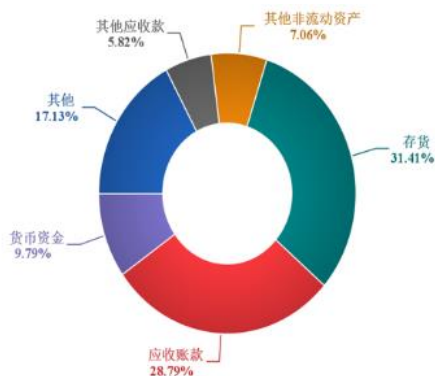
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：截至 2024 年 3 月公司其他应收款情况（亿元、%）

| 单位名称 | 款项性质 | 账龄 | 金额 | 占比 |
|-------------------|-------------|-------|-------|-------|
| 常州环龙星辰置业有限公司 | 少数股东往来暂付款 | 2 年以内 | 6.67 | 39.12 |
| 无锡绿鸿房产开发有限公司 | 少数股东往来暂付款 | 4 年以内 | 4.99 | 29.27 |
| 无锡蓝光灿琮房地产管理咨询有限公司 | 少数股东往来暂付款 | 4 年以内 | 1.74 | 10.20 |
| 上海港兴置业有限公司 | 少数股东往来暂付款 | 4 年以内 | 1.55 | 9.09 |
| 常州正泰房产居间服务有限公司 | 预售房款监管资金暂存款 | 历年滚存 | 1.21 | 7.10 |
| 合计 | -- | -- | 16.15 | 94.79 |

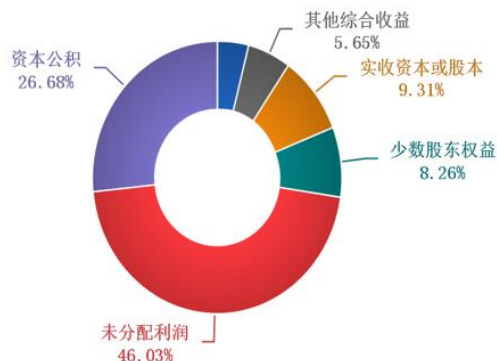
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 1：截至 2024 年 3 月末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2024 年 3 月末公司权益分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司所有者权益主要由未分配利润、资本公积和股本构成，2023 年，受益于利润留存，公司未分配利润有所增加，总的来看，公司经调整的所有者权益³逐年小幅增长。目前公司所有者权益构成较为稳定，预计未来所有者权益仍将保持现状。

2023 年以来，公司负债规模有所下降，主要系新增预收商品房款减少及商品房项目交付结转较多所致。财务杠杆方面，公司债务规模保持稳定，财务杠杆水平较高，截至 2024 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 61.78%和 50.58%。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资和经营满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，财务杠杆率预计仍将处于较高水平。

表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

| 项目 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.3 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 348.28 | 314.94 | 299.47 | 292.51 |
| 货币资金 | 38.33 | 37.19 | 39.36 | 28.63 |
| 应收账款 | 46.46 | 62.99 | 84.98 | 84.23 |
| 其他应收款 | 25.76 | 37.30 | 18.22 | 17.04 |
| 存货 | 157.80 | 110.86 | 89.89 | 91.87 |
| 流动资产占比 | 85.00 | 82.20 | 81.33 | 79.97 |
| 其他权益工具投资 | 8.43 | 10.43 | 9.57 | 11.30 |
| 固定资产 | 7.22 | 6.25 | 5.42 | 5.28 |
| 其他非流动资产 | 13.57 | 17.62 | 19.50 | 20.64 |
| 经调整的所有者权益合计 | 107.34 | 109.01 | 110.10 | 111.80 |
| 总债务 | 106.42 | 115.08 | 115.72 | 114.44 |
| 短期债务占比 | 39.75 | 52.56 | 33.74 | 30.97 |
| 资产负债率 | 69.18 | 65.39 | 63.23 | 61.78 |
| 总资本化比率 | 49.78 | 51.35 | 51.24 | 50.58 |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

2023 年以来经营活动获现能力表现较弱，经营发展对外部融资具有依赖性，需持续关注再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响。

2023 年，受商品房项目结转周期性影响，公司营业收入同比大幅下降，同时商品房预售回款减少

³经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，此处不涉及调整。

以及政府应收款较高，使得公司销售商品、提供劳务收到的现金规模与营业收入不匹配，当年收现比仍小于 1。公司经营活动净现金流受房地产市场和项目周期性影响较大，2023 年仍保持净流出的态势，公司经营活动获现能力表现较弱。

2023 年，公司投资活动产生的现金流转为净流入状态，系收到出售股权转让款和 0.21 亿元损益价款⁴。

如前所述，2023 年，公司投资活动的净现金流入无法覆盖当期经营活动的净现金流出，主要通过外部融资满足资金需求。公司主要依赖银行借款和发行债券来弥补资金缺口，需持续关注公司的再融资能力及融资监管政策变化。总体来看，2023 年以来公司主要通过外部融资和收回投资相结合的方式筹集资金，可以覆盖资金缺口，并保持一定规模的现金及现金等价物净增加额。

表 12：近年来公司现金流情况（亿元、X）

| 项目 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.3/2024.1~3 |
|---------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | -18.19 | -13.08 | -11.23 | -8.72 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -0.75 | -3.80 | 6.36 | -0.10 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 3.85 | 18.10 | 5.35 | -2.95 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -15.11 | 1.36 | 0.51 | -11.77 |
| 收现比 | 0.92 | 0.50 | 0.59 | 1.35 |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

2023 年以来，公司债务规模保持稳定，故债务负担仍相对较重；公司 EBITDA 可对利息支出形成覆盖，但比例呈下降趋势，且经营活动净现金流无法对利息形成有效覆盖，整体保障能力仍有待提升。

2023 年，公司总债务规模保持稳定，故债务负担仍相对较重。公司债务主要由银行借款和债券融资构成，债务类型及渠道结构良好；公司债务结构以长期为主，且短期债务占比不断下降，债务期限结构趋于合理，与其业务特征相匹配。此外，公司融资能力较强，综合融资成本水平得到下降。

表 13：截至 2024 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

| 金额 | 1 年以内 | 1~2 年 | 2~3 年 | 3 年以上 |
|------|--------|-------|-------|-------|
| 银行借款 | 60.71 | 20.76 | 23.09 | 7.33 |
| 债券融资 | 47.12 | 6.60 | 10.00 | 12.00 |
| 合计 | 107.83 | 27.36 | 33.09 | 19.33 |

注：上表统计口径不含应付票据和应付利息。

资料来源：公司提供，和中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2023 年，公司商品房销售收入大幅下滑，导致利润总额同比下降 35.04%，未来需对 EBITDA 的稳定性保持关注。2023 年以来，公司债务规模相对保持稳定，但 EBITDA 受利润总额的影响有所下降，EBITDA 对利息支出的覆盖水平亦有所下降，但仍可对

⁴ 根据容诚会计师事务所（特殊普通合伙）于 2023 年 4 月出具的《深圳市艾特网能技术有限公司审计报告》（容诚审字[2023]210Z0037 号），艾特网能在基准日至交割日上月月末期间（即 2022 年 9 月 1 日至 2022 年 11 月 30 日期间）产生的经审计净利润为人民币 28,618,230.27 元；据此，公司与高新云投一致确认艾特网能 75% 股权所对应的期间损益金额为人民币 21,463,672.70 元。

债务利息实现一定覆盖。此外，公司经营活动净现金流对利息的保障能力不足，整体偿债指标仍有待提升。

截至 2024 年 3 月末，公司可动用账面资金为 22.33 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源；同时，公司银行授信总额为 102.90 亿元，尚未使用授信额度为 42.19 亿元，备用流动性尚可，而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，目前在手批文 42.60 亿元，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 14：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.3/2024.1~3 |
|----------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 总债务 | 106.42 | 115.08 | 115.72 | 114.44 |
| 短期债务占比 | 39.75 | 52.56 | 33.74 | 30.97 |
| EBITDA | 14.81 | 15.62 | 10.76 | -- |
| EBITDA 利息覆盖倍数 | 3.37 | 3.21 | 2.31 | -- |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数 | -4.14 | -2.69 | -2.41 | -- |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2024 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 52.66 亿元，占当期末总资产的 18.00%，主要系因借款抵押的存货，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2024 年 3 月末，公司不存在对外担保的情况。同期末，公司亦不存在对其持续经营产生重大不利影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2024 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

外部支持

中诚信国际认为，新北区政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：

新北区隶属于常州市，拥有显著的区位优势，稳定的经济发展和良好的产业基础为新北区财政实力形成了有力的支撑。2023 年末新北区显性债务率处于常州市各区县较低水平，未超过国际 100% 警戒线。但考虑到区域内融资平台的隐性债务未纳入地方直接债务统计，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，新北区政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性较强：公司作为新北区重要的城市基础设施建设及综合开发主体，承担了全区范围内城镇化建设任务，包括土地前期开发、基础设施建设、安置房建设等业务，与区域内其他国有企业之间各自分工明确，区域重要性较强。

- 2) 与政府的关联度高：公司控股股东为常高新集团，最终实际控制人为新北区人民政府，根据区政府规划承担区内的基础设施建设及重大项目投融资任务，股权结构和代建业务开展均与当地政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度较大：自成立以来，公司完成了常州市新北区多项重大基础设施项目的建设任务，在回购资金安排和财政贴息⁵等方面得到了新北区政府的大力支持。

表 15：2023 年新北区主要国有企业比较（亿元、%）

| 名称 | 大股东及持股比例 | 职能定位与分工 | 总资产 | 所有者权益 | 资产负债率 | 营业总收入 | 净利润 | 债券余额 |
|----------------|-------------------------|---|---------------|---------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| 常高新集团有限公司 | 新北区人民政府 90% | 新北区重要的基础设施建设及国有资产运营主体 | 1,094.41 | 291.01 | 73.41 | 106.21 | 1.88 | 19765 |
| 子公司：黑牡丹 | 常高新集团有限公司 59.26% | 新北区重要的城市基础设施建设及综合开发主体 | 299.47 | 110.10 | 63.23 | 73.45 | 4.30 | 47.12 |
| 江苏龙城国有控股集团有限公司 | 常州市人民政府 100% | 新北区重要的城市运营以及旅游资源开发经营主体 | 331.38 | 110.66 | 66.61 | 25.53 | 1.01 | 11.06 |
| 常州滨江国有控股集团有限公司 | 常州市人民政府 100% | 常州滨江经济开发区重要的基础设施建设主体 | 378.72 | 167.28 | 55.83 | 23.71 | 1.83 | 7.00 |
| 常州齐梁建设集团有限公司 | 新北区人民政府 70% | 新北区重要的基础设施项目建设主体，主要负责新北区现代农业产业园和孟河镇范围内的基础设施建设项目 | 172.91 | 60.69 | 64.90 | 8.95 | 0.79 | 27.00 |
| 常州新航建设发展集团有限公司 | 常州市人民政府 60% | 常州空港产业园唯一的基础设施投资建设和运营主体 | 200.59 | 71.23 | 64.49 | 5.95 | 0.89 | 28.50 |

注：黑牡丹的债券余额为截至 2024 年 3 月末的数据，其他公司的债券余额均为截至 2024 年 6 月 4 日公司本部口径下债券余额数据（不含境外债券）。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

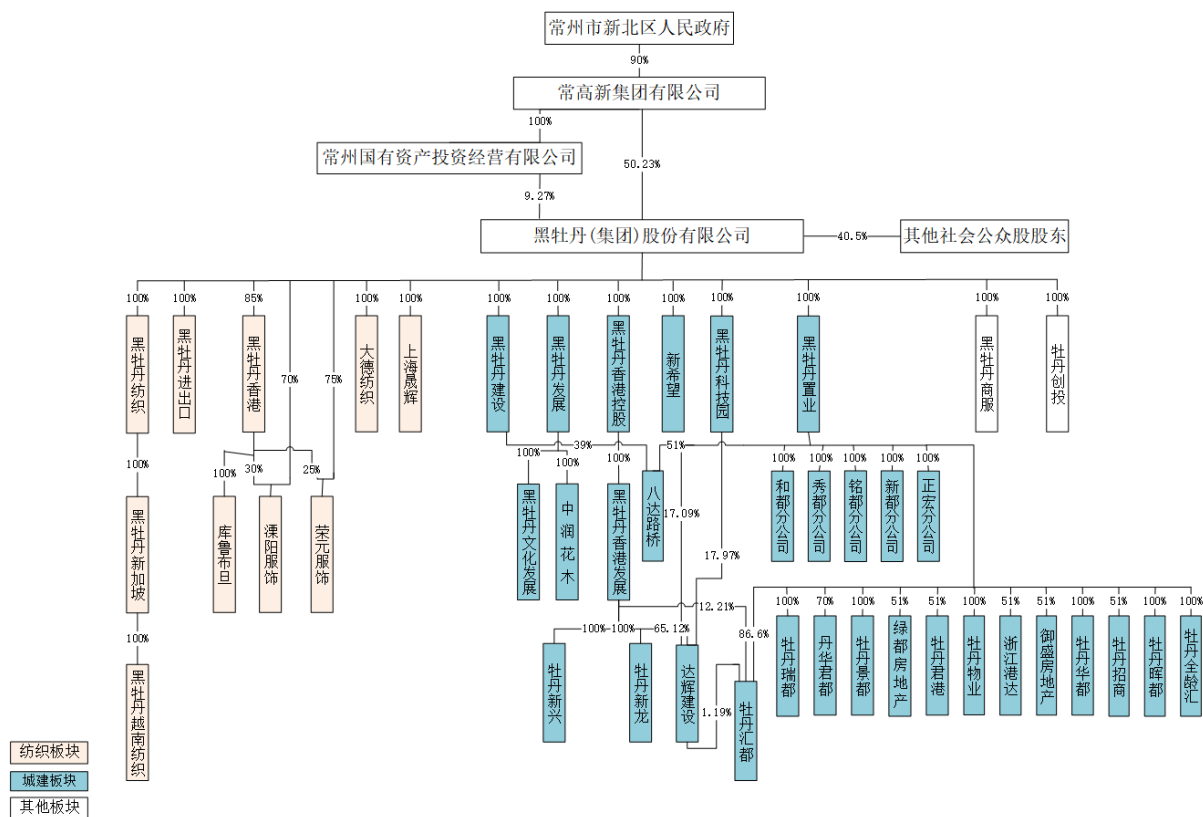
综上，中诚信国际认为，新北区政府很强的支持能力和对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

评级结论

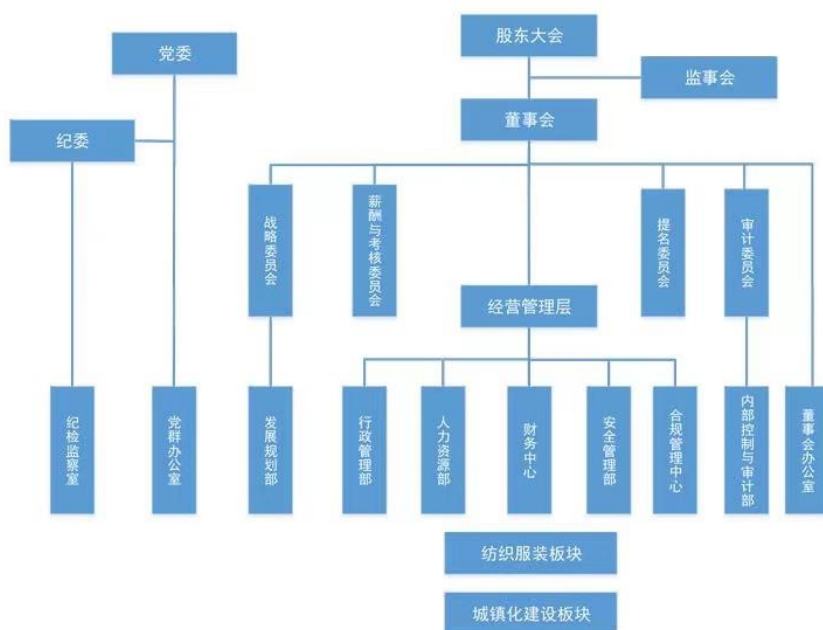
综上所述，中诚信国际评定黑牡丹（集团）股份有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定。

⁵ 2015 年 7 月，新北区财政局出具《关于将黑牡丹应收政府款项纳入新北区未来年度财政预算的函》，同意将黑牡丹集团及下属公司截止到 2014 年末以及 2015 年后开发建设的政府性投资项目所形成的应收款项纳入未来年度财政预算，并于确认之日起四年内等额支付；自 2015 年起，相关应收款项的资金占用费按照“常新党政办文[2014]685 号”文确定的利率（即银行一年期同期贷款基准利率上浮 20%）执行，若全年资金占用费率偏离公司政府性项目全年加权平均资金成本率 5% 以上，则相应调整当年资金占用费率。

附一：黑牡丹（集团）股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



黑牡丹（集团）股份有限公司
组织结构图



资料来源：公司提供

附二：黑牡丹（集团）股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.3/2024.1~3 |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| 货币资金 | 383,287.39 | 371,920.64 | 393,600.74 | 286,326.80 |
| 非受限货币资金 | 322,354.16 | 335,969.26 | 341,063.46 | 223,302.35 |
| 应收账款 | 464,562.34 | 629,923.01 | 849,757.06 | 842,274.52 |
| 其他应收款 | 257,575.25 | 372,968.35 | 182,180.62 | 170,359.21 |
| 存货 | 1,578,036.14 | 1,108,576.65 | 898,927.67 | 918,701.48 |
| 长期投资 | 111,780.16 | 218,192.13 | 205,537.67 | 223,304.87 |
| 在建工程 | 5,757.40 | 1,749.78 | 1,060.15 | 1,418.74 |
| 无形资产 | 18,903.25 | 9,187.58 | 7,547.40 | 7,435.21 |
| 资产总计 | 3,482,758.39 | 3,149,397.18 | 2,994,650.40 | 2,925,097.26 |
| 其他应付款 | 94,856.99 | 93,888.94 | 101,249.78 | 101,698.01 |
| 短期债务 | 423,054.82 | 604,909.85 | 390,403.58 | 354,463.97 |
| 长期债务 | 641,130.10 | 545,883.69 | 766,765.52 | 789,927.00 |
| 总债务 | 1,064,184.92 | 1,150,793.55 | 1,157,169.10 | 1,144,390.97 |
| 负债合计 | 2,409,317.77 | 2,059,285.18 | 1,893,625.12 | 1,807,106.27 |
| 利息支出 | 43,923.25 | 48,696.90 | 46,514.11 | -- |
| 经调整的所有者权益合计 | 1,073,440.62 | 1,090,112.00 | 1,101,025.28 | 1,117,991.00 |
| 营业总收入 | 981,627.77 | 1,154,541.41 | 734,498.45 | 46,054.71 |
| 经营性业务利润 | 154,563.13 | 134,150.06 | 99,237.30 | 9,477.31 |
| 其他收益 | 1,536.25 | 1,659.93 | 372.61 | 24.57 |
| 投资收益 | 6,592.38 | 6,139.39 | 5,370.70 | -107.76 |
| 营业外收入 | 2,362.33 | 1,066.12 | 3,967.69 | 35.91 |
| 净利润 | 85,272.21 | 84,624.64 | 43,013.60 | 5,250.64 |
| EBIT | 135,296.76 | 143,276.45 | 97,419.63 | 15,015.96 |
| EBITDA | 148,100.09 | 156,229.42 | 107,583.99 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 903,998.33 | 571,940.45 | 432,176.41 | -- |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 60,305.67 | 36,803.14 | 60,912.17 | 6,053.67 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 873,231.18 | 561,967.68 | 405,054.88 | 101,231.68 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 116,646.32 | 64,493.83 | 102,635.67 | 28,899.93 |
| 吸收投资收到的现金 | 1,715.00 | 27,950.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本支出 | 10,906.69 | 3,201.57 | 609.62 | 1,118.35 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -181,947.92 | -130,783.97 | -112,268.42 | -87,245.93 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -7,480.16 | -38,046.07 | 63,594.55 | -1,040.70 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 38,455.45 | 181,030.39 | 53,502.35 | -29,521.57 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -151,098.28 | 13,588.09 | 5,069.22 | -117,709.11 |
| 财务指标 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024.3/2024.1~3 |
| 营业毛利率（%） | 24.80 | 18.97 | 19.83 | 39.93 |
| 期间费用率（%） | 6.01 | 5.80 | 4.69 | 15.55 |
| 应收类款项占比（%） | 20.75 | 31.85 | 34.46 | 34.62 |
| 收现比（X） | 0.92 | 0.50 | 0.59 | 1.35 |
| 资产负债率（%） | 69.18 | 65.39 | 63.23 | 61.78 |
| 总资本化比率（%） | 49.78 | 51.35 | 51.24 | 50.58 |
| 短期债务/总债务（%） | 39.75 | 52.56 | 33.74 | 30.97 |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X） | -4.14 | -2.69 | -2.41 | -- |
| 总债务/EBITDA（X） | 7.19 | 7.37 | 10.76 | -- |
| EBITDA/短期债务（X） | 0.35 | 0.26 | 0.28 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 3.37 | 3.21 | 2.31 | -- |

注：1、中诚信国际根据 2021~2023 年财务报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际将其他流动负债中的带息债务调入短期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

附三：基本财务指标的计算公式

| 指标 | 计算公式 | |
|------|---------------------|---|
| 资本结构 | 短期债务 | 短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| | 长期债务 | 长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项 |
| | 总债务 | 长期债务+短期债务 |
| | 经调整的所有者权益 | 所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整 |
| | 资产负债率 | 负债总额/资产总额 |
| | 总资本化比率 | 总债务/(总债务+经调整的所有者权益) |
| | 非受限货币资金 | 货币资金-受限货币资金 |
| | 利息支出 | 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出 |
| | 长期投资 | 债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资 |
| | 应收类款项占比 | (应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额 |
| 盈利能力 | 营业毛利率 | (营业收入-营业成本)/营业收入 |
| | 期间费用合计 | 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用 |
| | 期间费用率 | 期间费用合计/营业收入 |
| | 经营性业务利润 | 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项 |
| | EBIT（息税前盈余） | 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项 |
| 现金流 | EBITDA（息税折旧摊销前盈余） | EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销 |
| | 收现比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 |
| | 资本支出 | 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 |
| 偿债能力 | EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA/利息支出 |
| | 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 经营活动产生的现金流量净额/利息支出 |

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

| 个体信用评估 (BCA) 等级符号 | 含义 |
|----------------------|---|
| aaa | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| aa | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。 |
| a | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| bbb | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| bb | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| b | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| ccc | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| cc | 在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。 |
| c | 在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。 |

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

| 主体等级符号 | 含义 |
|--------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。 |
| C | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

| 中长期债项等级符号 | 含义 |
|-----------|-------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。 |
| CC | 基本不能保证偿还债券。 |
| C | 不能偿还债券。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

| 短期债项等级符号 | 含义 |
|----------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息能力较低，有很高的违约风险。 |
| C | 还本付息能力极低，违约风险极高。 |
| D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No. 2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86 (10) 66428877

Fax: +86 (10) 66426100

Web: www.ccxi.com.cn